



한국IR협회의

기업리서치센터  
Stock Research Center

기업분석 2023.03.23



2022년 코스닥 라이징스타

KOSDAQ | 소프트웨어와서비스

# 휴네시온 (290270)

국내 1위 망연계솔루션 기업

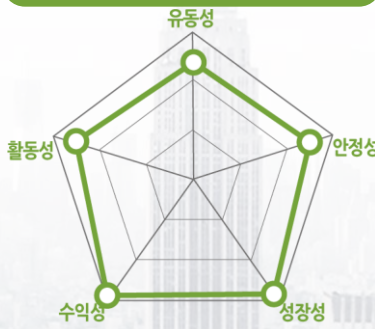
## 체크포인트

- 휴네시온은 보안 솔루션 전문기업으로 국내 망연계솔루션 시장점유율 1위 기업. 동사 망연계솔루션 iOneNet은 분리된 망(인터넷망, 업무망 등)에서 망간 데이터 전송을 담당하며 국내 유일의 클라우드 망연계 서비스까지 제공 중. 국내 망분리 시장은 규제강화에 따라 연평균 약 30%의 성장률을 기록하며 고성장 기록. 동사 또한 시장성장에 힘입어 2016년 119억원의 매출액은 2022년 304억원까지 성장
- 동사는 국내 유일의 클라우드 망연계 서비스(SeCaas) iOneNet을 출시하며 고성장이 기대되는 클라우드 보안 시장으로 사업 확장 성공. 행정 안전부는 8,600억원을 투입하여 2025년까지 1만여개에 달하는 공공기관 정보시스템을 클라우드로 전환할 예정. 동사는 현재 약 50여개의 고객사를 확보하며 신규 시장 개척을 준비 중
- 동사 2022년 실적은 매출액 304억원(YoY +14.6%), 영업이익 34억원(YoY 18.6%)를 기록하며 전년대비 안정적인 성장 달성. 다만 당기순이익은 금융투자상품 평가손실이 반영되며 -52억원으로 적자전환. 2023년은 기존 망연계 솔루션 시장 성장 지속과 함께 신규 클라우드 보안 및 산업제어시스템 보안 솔루션 판매 증가에 따라 매출액 350억원(YoY +15.0%), 영업이익 40억원(YoY +17.7%) 달성 전망

## 주가 및 주요이벤트



## 재무지표



주: 2021년 기준, Fnguide WICS 분류상 IT산업 내 등급화

## 밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 3Q22 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류상 IT산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

## 망연계 시장 성장의 수혜

휴네시온은 보안 솔루션 전문기업으로 국내 망연계솔루션 시장점유율 1위 기업. 동사 망연계 솔루션 i-oneNet은 분리된 망(인터넷망, 업무망 등)에서 망간 데이터 전송을 담당하며 국내 유일의 클라우드 망연계 서비스까지 제공 중. 국내 망분리 시장은 규제강화에 따라 연평균 약 30%의 성장률을 기록하며 고성장 기록. 동사 또한 시장성장에 힘입어 2016년 119억원의 매출액은 2022년 304억원까지 성장. 동사는 시장점유율 1위 기업으로 망연계솔루션 시장 성장 수혜는 지속될 것으로 기대

## 클라우드 등 신규 보안시장 개화

동사는 국내 유일의 클라우드 망연계 서비스(SeCaas) i-oneNet을 출시하며 고성장이 기대되는 클라우드 보안 시장으로 사업 확장 성공. 행정안전부는 8,600억원을 투입하여 2025년까지 1만여개에 달하는 공공기관 정보시스템을 클라우드로 전환할 예정. 동사는 현재 약 50여개의 고객사를 확보하며 신규 시장 개척을 준비 중. 또한 네트워크 접근제어 솔루션, 산업제어시스템 보안 솔루션, 재택근무 보안 솔루션 등 다양한 신규 솔루션을 출시하며 매출 다변화 및 안정적인 매출 증가 기록 중

## 안정적인 실적 성장 기대

동사 2022년 실적은 매출액 304억원(YoY +14.6%), 영업이익 34억원(YoY 18.6%)를 기록하며 전년 대비 안정적인 성장 달성. 다만 당기순이익은 금융투자상품 평가손실이 반영되며 -52억원으로 적자전환. 2023년은 기존 망연계 솔루션 시장 성장 지속과 함께 신규 클라우드 보안 및 산업제어시스템 보안 솔루션 판매 증가에 따라 매출액 350억원(YoY +15.0%), 영업이익 40억원(YoY +17.7%) 달성 전망

### Forecast earnings & Valuation

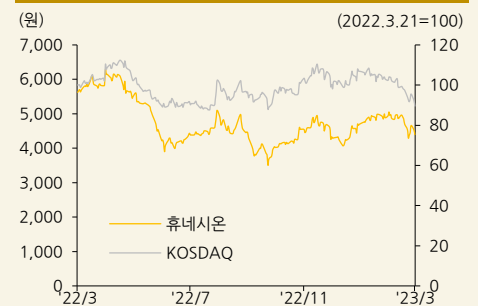
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액(억원)	254	265	304	350	403
YoY(%)	34.9	4.5	14.6	15.0	15.1
영업이익(억원)	28	29	34	40	46
OP 마진(%)	11.0	10.8	11.2	11.5	11.3
지배주주순이익(억원)	34	149	-52	40	42
EPS(원)	349	1,551	-541	415	441
YoY(%)	86.3	344.8	적전	흑전	6.3
PER(배)	16.0	4.2	N/A	10.6	10.0
PSR(배)	2.1	2.3	1.3	1.2	1.0
EV/EBIDA(배)	11.3	13.0	4.8	3.9	2.8
PBR(배)	2.0	1.5	1.1	1.1	1.0
ROE(%)	13.3	44.0	-13.5	10.6	10.3
배당수익률(%)	0.7	0.6	0.9	1.1	1.1

자료: 한국협회의 기업리서치센터

### Company Data

현재주가 (3/21)	4,395원
52주 최고가	6,270원
52주 최저가	3,505원
KOSDAQ (3/21)	802.53p
자본금	48억원
시가총액	422억원
액면가	500원
발행주식수	10백만주
일평균 거래량 (60일)	1만주
일평균 거래액 (60일)	1억원
외국인지분율	1.04%
주요주주	정동섭 외 7인 46.84%
	모비스 6.64%

### Price & Relative Performance



### Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.0	-1.3	-21.8
상대주가	-14.0	-7.2	-10.5

▶ **참고 1)** 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 'EPS증가율(YoY)', 수익성 지표는 'ROA', 활동성지표는 '재고자산회전율', 유동성지표는 '당좌비율임.  
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

▶ **'코스닥 라이징스타'**는 우수한 기술력과 성장가능성을 갖춘 기업을 발굴·육성하기 위해 매년 한국거래소가 선정하고 있는 기업군이지만, 투자종목을 권유하는 것은 아님.

# 기업 개요

## 1 회사 연혁

**국내 1위 망연계 솔루션 업체**  
**2022년 사상 최대 영업 실적**

동사는 국내 1위 망연계 솔루션 업체로 네트워크 보안, 시스템 보안, 융합 보안 사업을 영위하고 있다. 모태는 2003년 설립된 (주)재웅테크로 2009년 (주)휴네시온으로 사명 변경 후, 2018년 코스닥 시장 상장에 성공했다.

동사는 2012년 망연계 솔루션 i-oneNet 출시 후, 다수의 공공기관 및 금융기관, 지자체 등에 공급하며 국내 네트워크 보안 망연계 솔루션 부문 1위 사업자로 성장하였다. 2022년 기준 망연계 솔루션 시장 점유율 40.4%로 2015년부터 8년 연속 1위를 차지하고 있다.

동사는 2022년 창사 이래 최대 영업 실적을 달성했다. 2015년부터 꾸준한 매출 성장세를 보이며 2022년 매출액 304억원, 영업이익 34억원으로 전년 대비 각 15%, 19% 증가했다. 이러한 성과로 동사는 한국거래소가 우수한 기술력과 성장 가능성을 보유한 코스닥 상장법인을 선정하는 '2022년 코스닥 라이징스타'에 이름을 올렸다.

동사의 성장 배경에는 '망분리 의무화' 규제에 힘입은 바가 크다. 2008년부터 망분리 가이드라인 등 관련법이 제정되었고, 2011년 시중 은행에서 대규모 전산망 마비 사태가 발생하면서 금융권의 사이버 보안에 대한 경각심이 높아졌다. 이에 2012년 정보통신망법이 개정되며, 일정 규모 이상 인터넷 서비스 사업자들의 사이버 보안 체계의 무화가 시행되었다. 이후 2013년, 금융권에 망분리 적용이 시작되었고, 2020년 코로나19로 원격·재택근무가 증가하며 망연계 솔루션 수요가 급증하였다.

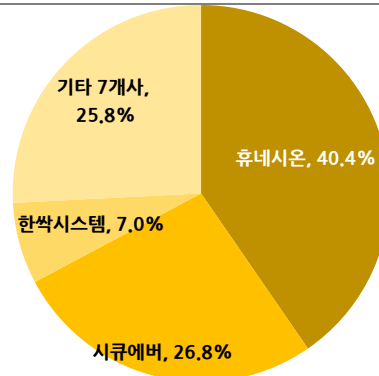
주요 고객군은 공공기관 및 지자체, 금융, 일반기업, 기반시설로 각 500개, 130개, 130개, 30개의 레퍼런스를 보유하고 있다. 고객군 매출 비중은 공공기관 50~60%, 금융 20%, 민간시장 10~20%이다.

### 휴네시온 연혁



자료: 휴네시온, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 망연계 솔루션 시장 점유율



자료: 휴네시온, 한국IR협회의 기업리서치센터, 2021년 기준

## 2 사업 영역

### 매출 비중은

제품(솔루션) 70.6%,

용역 28.8%, 상품 0.6%

동사의 사업보고서 상 주요 사업군은 제품(솔루션), 용역, 상품으로 구분하고 있으며, 2022년 3분기 기준 매출 비중은 제품 70.6%, 용역 28.8%, 상품 0.6%이다. 솔루션 사업은 최근 2년간 매출이 급증했으며, 2020년 매출액은 전년대비 77% 증가한 175억원을, 2021년에도 성장세를 이어가며, 전년대비 14% 증가한 200억원을 기록했다. 솔루션 매출 중 네트워크 보안의 비중이 70% 이상으로 매출 기여도가 가장 높다.

### 네트워크 보안

분리된 네트워크의 서버 및 사용자 PC의 데이터를 안전하게 연계하는 망연계 솔루션으로, 사내 네트워크 정보자산을 보호하기 위한 사용자 인증 및 네트워크 접근 제어 등을 제공한다. 망연계솔루션은 내부망과 외부 인터넷 망, 보안수준이 다른 내부의 망 사이에 데이터를 전송하는 것을 의미한다. 동사의 네트워크 보안 주요 제품으로는 i-oneNet, i-oneNet DD, i-oneNet DX, i-Spector, i-oneNAC 등이 있다.

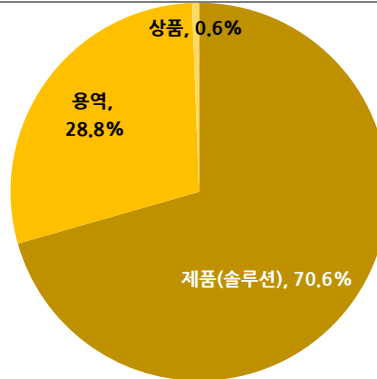
### 시스템 보안

시스템 접근제어 및 계정과 패스워드를 통합 관리하며, 재택근무를 위한 원격접속과 내부 및 외부 단말 보안 관리를 제공한다. 동사 시스템 보안 주요 제품으로는 NGS와 i-oneJTac이 있다.

### 융합 보안

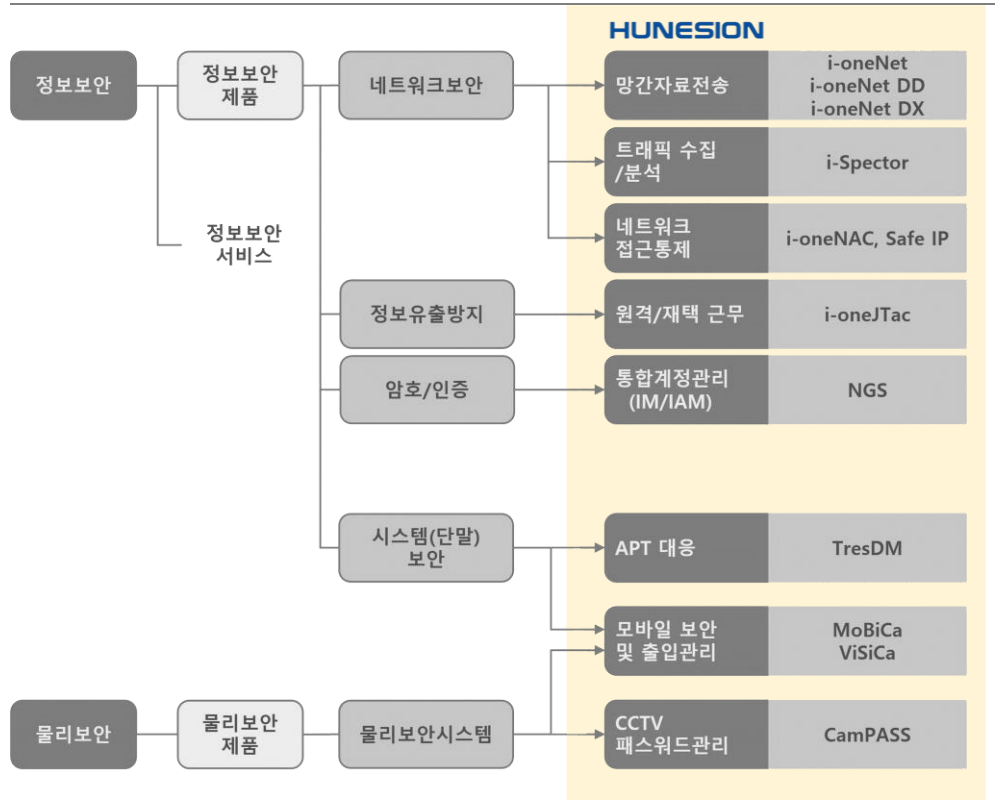
다수의 CCTV 패스워드를 관리하며, 기업 모바일 환경에서 내부정보 유출 방지를 위한 모바일 단말 관리 및 출입 통제 등을 제공한다. 동사 융합 보안 주요 제품으로는 CamPASS, MoBiCa, ViSiCa 등이 있다.

부문별 매출액 비중



자료: 휴네시온, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 제품



자료: 휴네시온, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 종속기업 및 주주 현황

종속기업 2개사

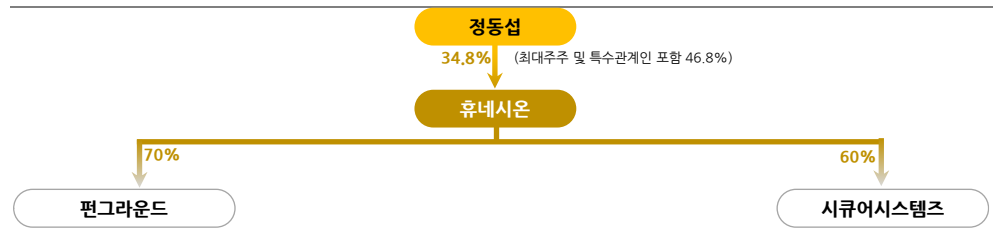
편그라운드, 시큐어시스템즈

연결대상 종속기업은 비상장사 편그라운드, 시큐어시스템즈가 있으며, 동사는 각 지분율 70%, 60%를 보유하고 있다. 2022년 연결 매출액 304억 중 별도 매출액이 297억원으로 종속기업의 매출이 차지하는 비중은 미미하다.

동사의 최대주주는 정동섭 대표이사로 지분율 34.76%를 보유하고 있으며 특수관계인을 포함한 지분율은 46.84%

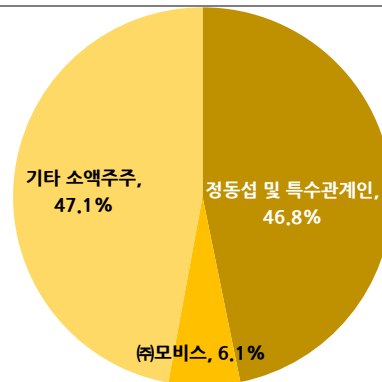
이다. 5% 이상 주주로는 사내이사인 김영환 연구소장 8.64%, (주)모비스가 6.14% 지분을 보유하고 있다. 최대주주인 정동섭 대표이사는 2009년부터 현재까지 대표이사로 근무 중이며, 카이스트 경영학과를 졸업했고 브레인즈 스퀘어 부사장을 역임했다.

### 휴네시온 지분구조도



자료: 휴네시온, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 휴네시온 주주현황



자료: 휴네시온, 한국IR협의회 기업리서치센터


**산업 현황**
**1 보안 솔루션 산업**
**정보보안 산업 성장은  
4차산업혁명 확산의 필수요소**

정보보안 산업은 ICT 기술 발전과 동시에 성장하는 산업이다. ICT 기술 발전은 정보의 디지털화를 촉진시켰으며, 4차산업혁명의 시작으로 비대면 경제가 시작되고 있다. 돈이 되는 곳에 범치는 물리기가 마련이다. 어마어마한 규모로 성장중인 비대면 경제의 가장 큰 위협은 해킹 등의 사이버 위협이다. 즉, 정보보안 산업 성장은 4차산업혁명 확산의 필수요소다.

특히, 최근에는 기업 내부정보 유출 뿐 아니라 랜섬웨어, 스미싱, 파일리스(Fileless) 악성코드 등을 통해 개인 및 금융거래 정보 등에 대한 해킹 수법이 점차 진화되고 있다. 또한, 스마트폰, 태블릿PC 등 개인 스마트기기를 통한 기업 내부정보 유출 등 잠재된 보안 위협이 커지고 있다.

정보보호산업은 크게 정보보안과 물리보안으로 구분할 수 있으며 동사는 정보보안 중 네트워크보안, 시스템(단말)보안, 암호/인증, Access Control 등의 영역에 해당하는 망간자료전송, 모바일 보안 및 출입관리, 통합계정관리(IM/IAM) 영역에 포함된다.

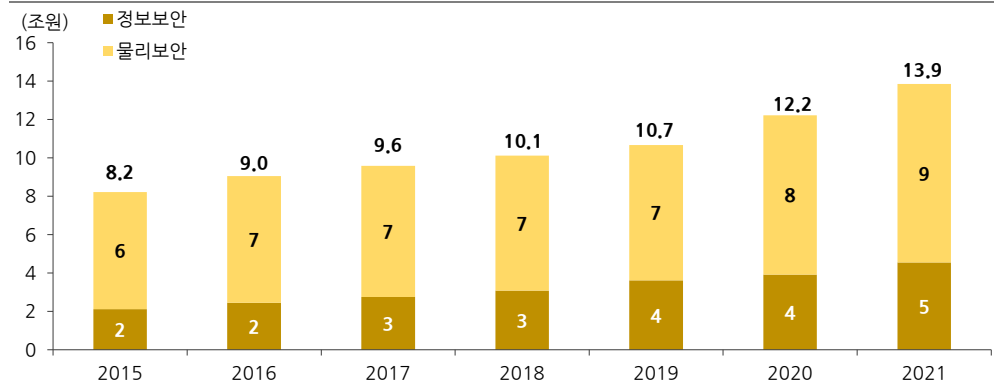
네트워크보안은 동사의 주력 사업인 망연계솔루션이 포함된 시장으로 정보보안 제품 분류 중 가장 큰 시장규모를 차지하고 있으며, 국내 시장규모는 2021년 기준 9,432억원으로 2016년 이후 연평균 성장률 11.0%를 기록 중이다. 동사의 망연계솔루션은 망 분리 시 필수로 도입되는 보안솔루션이며, 해당 시장은 망 분리 시장 규모 및 전망에 큰 영향을 받는다.

2008년부터 망분리에 대한 가이드라인이 제정되기 시작했으며, 2012년 정보통신망법이 개정되며 일정 규모 이상 인터넷 서비스 사업자들의 사이버 보안 체계 의무화가 시행되었다. 이후 2013년, 금융권에 망분리 적용이 시작되었고, 2020년 코로나19로 원격·재택근무가 증가하며 망연계 솔루션 수요가 급증하였다.

네트워크보안 시장은 IT 산업 전반 경기상황과 밀접한 관련이 있다. 특히, 대형보안 사고가 발생하지 않을 경우, 보안 투자에 대한 가시적인 효과가 즉각적으로 나타나지 않아 투자의 우선순위가 타 IT 시스템에 비해 낮다.

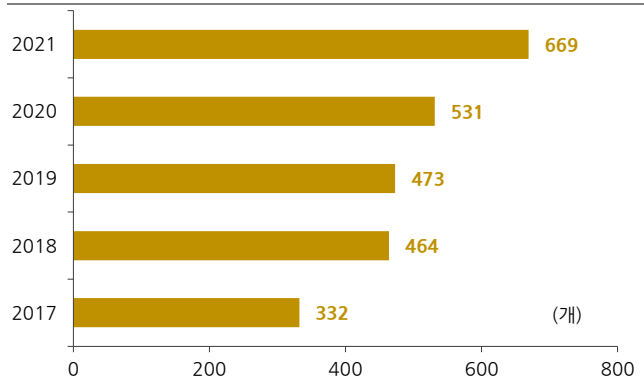
그러나 끊임없이 발생하는 보안사고와 주요 은행 및 대형 인터넷 포털의 개인정보유출 사고는 IT 기업들의 단기 비용상승으로 이어져 네트워크보안에 대한 필요성은 과거 대비 크게 부각되고 있다. 또한 공공기관 및 지방자치단체의 경우, 민간시장 대비 보안사고에 민감하며 이는 IT 산업 경기와 무관하게 자금이 집행되는 특징이 있다.

정보보호산업 매출 추이



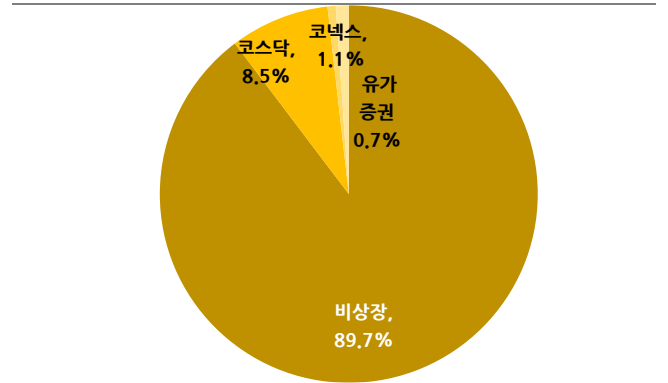
자료: 한국정보보호산업협회, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 정보보호산업 기업 현황



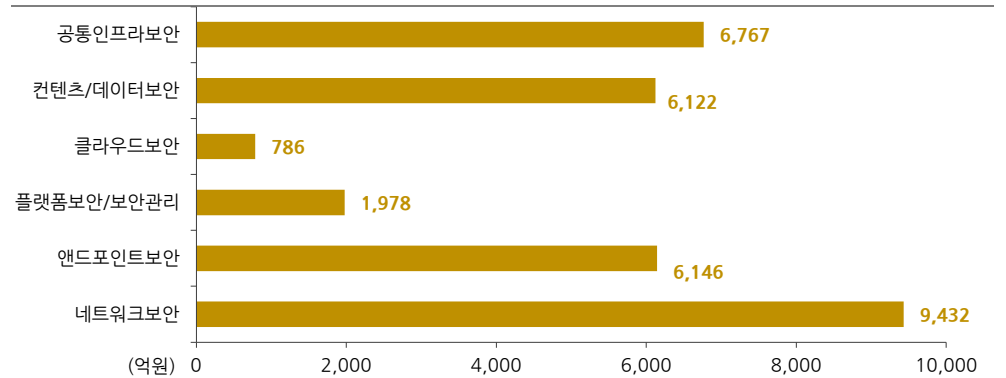
자료: 한국정보보호산업협회, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 정보보호산업 기업 상장현황



자료: 한국정보보호산업협회, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 정보보안 제품(솔루션) 분류별 매출 현황



자료: 한국정보보호산업협회, 한국IR협의회 기업리서치센터, 2021년 기준



## 2 경쟁상황

### 망연계솔루션 보안 시장은 과점 시장의 형태

2022년 국내 정보보호산업 실태조사에 따르면 정보보안 관련 기업체는 비상장 600개, 코스닥 상장사 57개, 코스피 상장사 5개, 코넥스 상장사가 7개로 총 699개 기업으로 조사되고 있으며, 비상장 중소기업이 전체의 89.7%로 주를 이루고 있다.

동사의 망연계솔루션 보안 시장은 과점 시장의 형태를 보이고 있으며 동사와 한쌍시스템, 시큐에버가 Big3 체제로(M/S 74.2%) 경쟁 중이다. 약 10개가 넘는 업체 중, 동사는 8년간 시장 점유율 1위(조달청 판매실적 기준)를 유지하고 있다.

시장 초기 대부분의 망연계솔루션 제품은 IT보안인증사무국에서 요구하는 최소한의 보안규격을 충족하는 방향으로 제품을 출시하여, 단품 관점의 제품을 공급하였다. 그러나 점차 효율성과 보안성 강화를 위해 고객 내·외부 유관 시스템과의 연동 및 융합이 필요하게 되었으며, 이러한 부분에서 업체간 경쟁력 차이가 드러나기 시작했다.

또한 망연계솔루션 제품은 다양한 보안 위협(악성코드, 랜섬웨어, 중요자료 임의 반출 등)을 원천적으로 차단하기 위해 다양한 보안 솔루션과의 연동 및 융합이 필요하게 되며, 망 분리 환경에서 통합 보안플랫폼 역할을 담당하게 되었다.

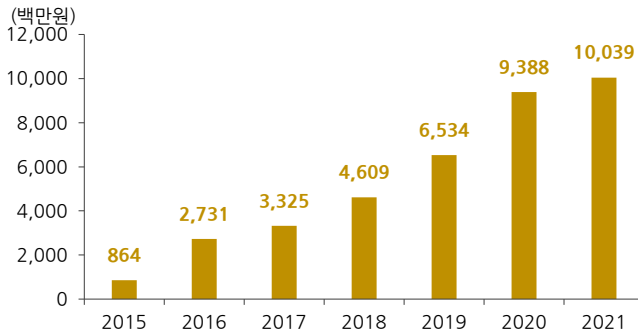
즉, 단순 망간자료전송역할을 넘어 다양한 업무 어플리케이션 및 보안솔루션과의 연동작업을 수행하는 통합 보안 플랫폼역할이 가능한 업체들이 시장을 점유하게 되었다. 동사는 이미 500여개가 넘는 공공기관 및 지자체, 130여개에 달하는 금융기관을 레퍼런스로 보유하며 기술력을 인정받고 있다.

### 휴네시온 주요 레퍼런스

공공·지자체 500여개	금융 130여개	일반기업 130여개	기반시설 30여개

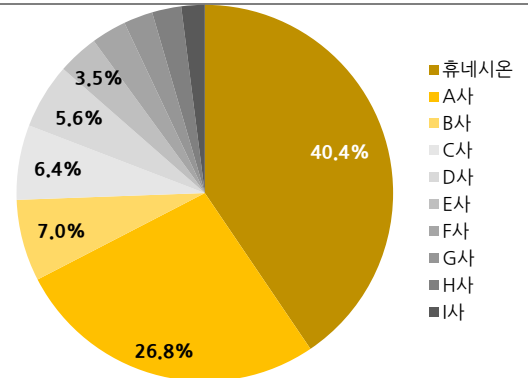
자료: 휴네시온, 한국IR협의회 기업리서치센터

망연계 제품군 조달 판매 매출 추이



자료: 휴네시온, 한국IR협의회 기업리서치센터

망연계 제품군 조달 판매 매출 점유율



자료: 휴네시온, 한국IR협의회 기업리서치센터

휴네시온 망연계 솔루션



자료: 휴네시온, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 투자포인트

### 1 망연계 시장 성장의 수혜

#### 국내 망연계솔루션 시장점유율 1위

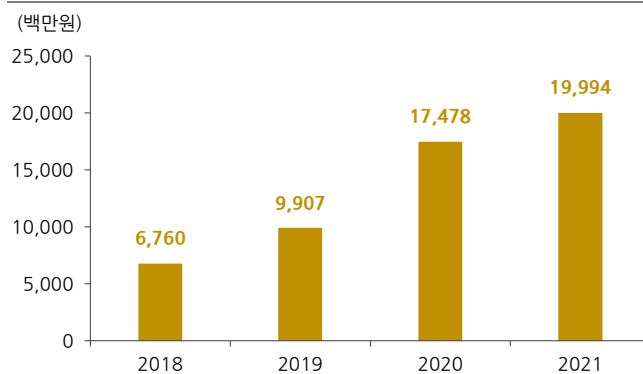
휴네시온은 보안 솔루션 전문기업으로 국내 망연계솔루션 시장점유율 1위 기업이다. 동사 망연계솔루션 i-oneNet은 분리된 망(인터넷망, 업무망 등)에서 망간 데이터 전송을 담당한다. i-oneNet은 각각의 분리된 망간의 자료를 보안 정책에 따라 전송하는 역할을 하며, 일반 망연계 솔루션부터 통합관리까지 가능한 제품 라인업을 보유 중이다.

동사는 물리적 단방향 매체를 적용하여 보안 수준을 높인 일방향 망연계 솔루션(i-oneNet DD), 여러망에 분산되어 설치된 스트리밍 통합관리 솔루션(i-oneNet UC), 일방향을 확장시킨 양일방향 망연계 솔루션(i-oneNet DX) 등 다양한 제품을 공급 중이다.

국내 망분리 시장은 규제강화에 따라 연평균 약 30%의 성장률을 기록하며 고성장 중이다. 2012년 정보통신망법 개정으로 일정 규모 이상 인터넷 서비스 사업자들의 사이버 보안 체계 의무화가 시행되었고 2013년 금융권에 망분리 규제가 시행되며 물리적 망분리가 필수로 적용되었다.

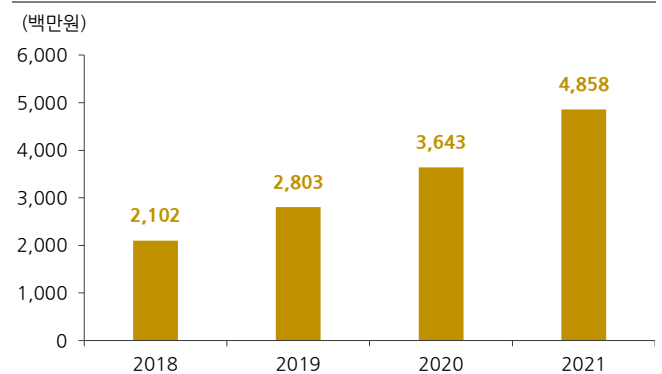
이러한 망분리 시장개화에 따라 동사 매출액은 2016년 119억원에서 2022년 304억원까지 고성장을 기록하였으며, 8년 연속 시장점유율 1위를 기록하며 600개가 넘는 고객사 레퍼런스를 확보한 만큼 망연계솔루션 시장 성장 수혜는 지속될 것으로 기대한다.

솔루션 매출액 추이



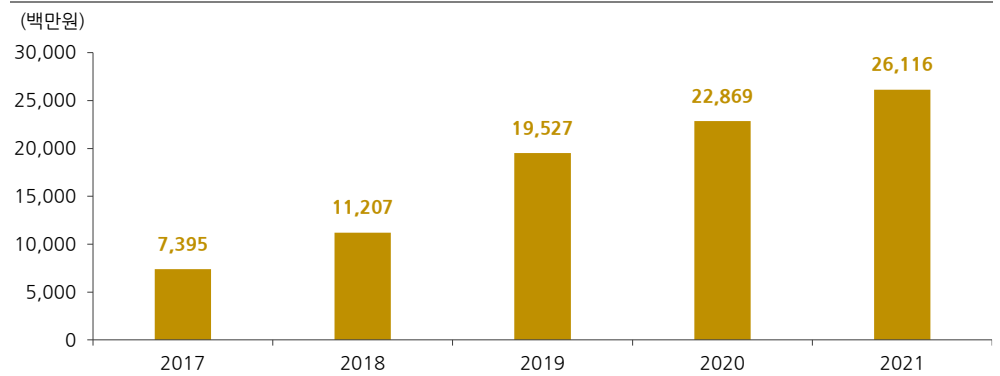
자료: 휴네시온, 한국IR협의회 기업리서치센터

유지보수 매출액 추이



자료: 휴네시온, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 공공조달 망연계 제품군 시장규모



자료: 휴네시온, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 휴네시온 네트워크 보안 솔루션



자료: 휴네시온, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 2 클라우드 등 신규 보안시장 개화

#### 국내에서 유일하게 클라우드 망연계 서비스 제공

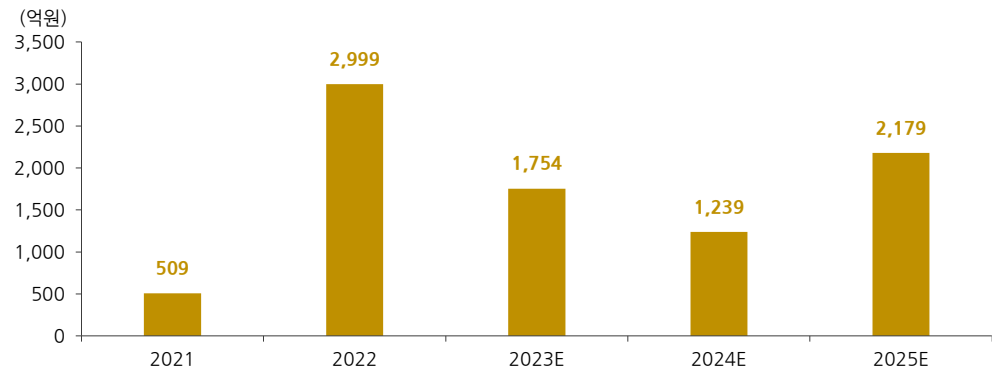
동사는 국내 유일의 클라우드 망연계 서비스(SeCaas) i-oneNet을 출시하며 고성장이 기대되는 클라우드 보안 시장으로 사업 확장에 성공했다. 동사는 국내에서 유일하게 클라우드 망연계 서비스를 제공 중이며, 공공/금융 등 최다 구축 사례를 보유 중이다.

동사의 클라우드 망연계 솔루션은 클라우드 망 간의 스트리밍, 파일연계, 메일연계를 제공하며 AWS, MS Azure, NHN, KT Cloud 등 다양한 클라우드 인프라 지원이 가능하다. 국내 클라우드 시장은 2021년 3.7조원에서 2025년 11.6조원으로 성장할 것으로 예상되며(IDC 예상치), 행정안전부는 2021년 7월 '행정/공공기관 정보자원 클라우드 전환 및 통합 추진계획'을 발표했다.

해당계획은 총 8,600억원을 투입하여 2025년까지 1만여개에 달하는 공공기관 정보시스템을 클라우드로 전환할 예정으로 내용연수가 6년이상 경과한 정보시스템을 우선적으로 전환/통합할 계획이다. 매년 약 2,000개의 정보시스템이 전환되며 이에 따른 클라우드 망연계 솔루션 시장 성장도 기대된다.

동사는 클라우드 망연계 솔루션에 대해 현재 약 50여개의 고객사를 확보하며 성공적인 시장 진출을 보이고 있다. 또한 네트워크 접근제어 솔루션, 산업제어시스템 보안 솔루션, 재택근무 보안 솔루션 등 다양한 신규 솔루션을 출시하며 매출 다변화 및 안정적인 매출 증가 기록 중이다.

**정부 공공클라우드 전환 투자계획**



자료: 행정안전부, 한국IR협의회 기업리서치센터

**공공 및 지자체 정보시스템/정보자원 현황**

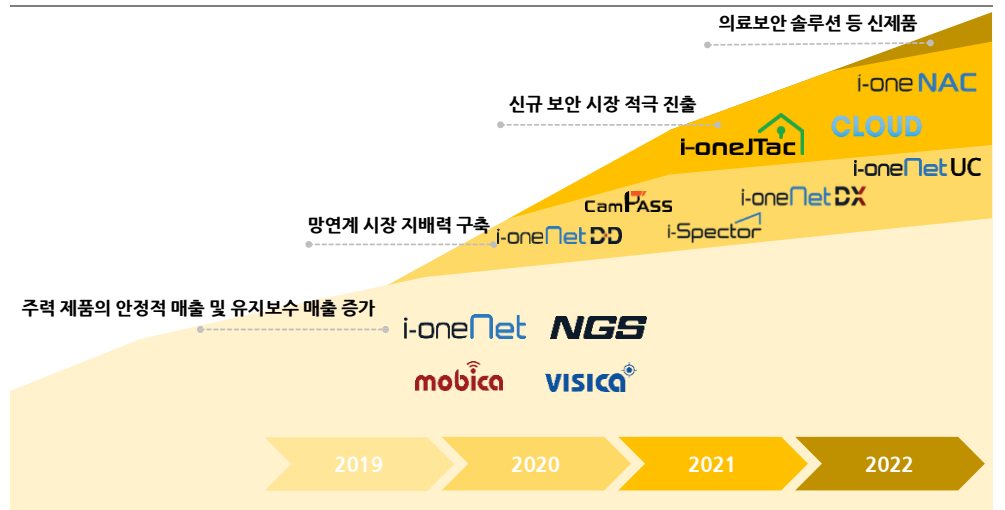
(단위: 개)

	중앙행정기관	지방자치단체	공공기관	계
대상기관	540	245	476	1,261
정보시스템수	1,667	8,392	5,310	15,369

자료: 행정안전부, 한국IR협의회 기업리서치센터

주: 중앙행정기관 중 자체 계획을 수립 중인 교육부, 국방부 제외

**휴네시온 제품 포트폴리오 확장 계획**



자료: 휴네시온, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 실적 추이 및 전망

### 1 안정적인 실적 성장 기대

망연계솔루션 시장 성장과 함께  
신규 클라우드 보안 판매 증가

동사 2022년 실적은 매출액 304억원(YoY +14.6%), 영업이익 34억원(YoY 18.6%)를 기록하며 전년대비 안정적인 성장을 달성했다. 이는 안정적인 망연계 시장 성장과 함께 솔루션 제품 판매 증가에 따른 유지보수 매출 증가에 기인한다. 다만 당기순이익은 일시적으로 금융투자상품 평가손실이 반영되며 -52억원으로 적자전환하였다.

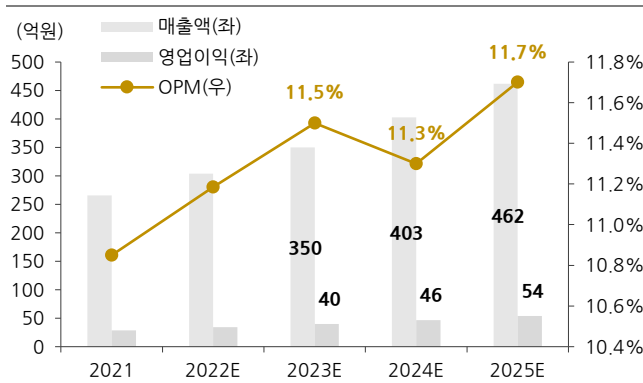
2023년은 기존 망연계 솔루션 시장 성장 지속과 함께 신규 클라우드 보안 및 산업제어시스템 보안 솔루션 판매 증가에 따라 매출액 350억원(YoY +15.0%), 영업이익 40억원(YoY +17.7%) 달성이 전망된다.

특히, 산업제어시스템 보안 솔루션의 국가 기반시설 진입은 동사 매출 성장의 +α가 될 것으로 기대한다. 빅데이터 활용 기술 발달에 따라 발전회사, 한국전력, 수자원공사 등 폐쇄적으로 운영되는 기반시설의 데이터를 망연계를 통해 본사로 전송하는 수요가 늘어나고 있다. 이에 따라 동사의 산업제어시스템 보안 솔루션 수요 증가도 예상된다.

또한 동사의 망연계 솔루션은 약 4~5년의 기간으로 교체수요가 발생한다. 동사는 2017~2019년 매년 17% 이상의 매출성장을 기록한 점을 감안할 때, 해당 시점 판매된 솔루션은 교체주기에 들어온 것으로 파악되며 이는 2023년부터 매출에 반영될 수 있다.

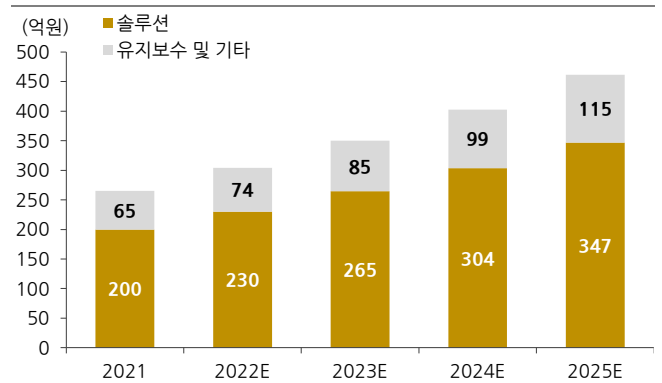
유지보수 매출 증가도 긍정적이다. 동사의 솔루션은 판매 후 1년간 무상서비스를 지원하며, 이후에는 유지보수 매출이 발생한다. 동사는 상장이후 매년 성장을 기록한 만큼, 유지보수 매출 비중도 점차 증가하는 추세다. 마진이 높은 유지보수 매출 증가는 전사 이익률 개선으로 이어지며, 보안솔루션 업계 특유의 실적 계절성도 완화시킬 것으로 기대한다.

연간 실적 추이



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

부문별 매출액 추이



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

## 실적 전망

(단위: 억원, %)

	2021	2022E	YoY	2023E	2024E	2025E
매출	265	304	14.6	350	403	462
솔루션	200	230	15.0	265	304	347
유지보수 및 기타	65	74	13.0	85	99	115
영업이익	29	34	18.6	40	46	54
OPM	10.8	11.2		11.5	11.3	11.7

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

## 📊 Valuation

### 1 Valuation 매력 높은 구간

**신규 클라우드 매출 증가는  
동사 Valuation Re-Rating  
가능한 부분**

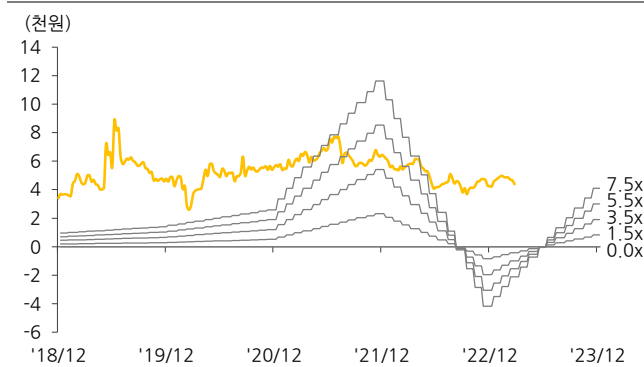
동사의 2023년 예상 EPS 기준 PER은 10.6배, PBR은 1.1배로 코스닥 평균 PER 18.5배, PBR 2.3배 대비 낮은 수준이다. 또한 동사 과거 4년 평균 PER 18.6배, PBR 1.7배 대비해서도 저평가 구간이다.

동사는 정부의 망분리 정책에 따라 고성장을 시현하며 Valuation 매력이 높아지는 구간으로 접어들었으며, 클라우드 시장 개화, 재택근무 활성화 등의 신규 매출 확대는 2023년 이후의 Valuation 매력도에 대해서도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대한다.

또한 동사는 27% 수준의 낮은 부채비율과 무차입경영의 안정적인 재무구조를 영위하고 있으며, 이는 낮은 PBR 과 함께 동사 주가의 하단을 지지해주는 요인이다.

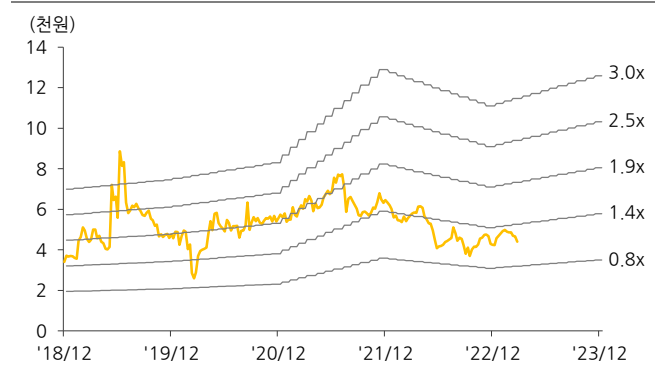
기존 솔루션 매출 증가 외 신규 클라우드 매출 증가는 동사 Valuation Re-Rating도 가능한 부분이다. 2021년 3.7조원에서 2025년 11.6조원의 성장이 예상되는 신규 클라우드 시장에서 동사는 클라우드 망연계 솔루션 시장에 선진입 하였다. 고성장 시장의 핵심 플레이어가 된다는 점은 높은 Valuation을 받을 수 있는 주요 요인이다.

12m fw PER Band



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

12m fw PBR Band



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터





## 리스크 요인

### 1 계절성

#### 실적 계절성은 주가 변동성 확대로 이어짐

동사의 주요 고객인 공공기관, 지방자치단체 및 금융기관들의 대부분은 1년 단위의 정보보안관련 예산을 편성하여, 이를 회계연도 마지막에 집행하는 경향이 있다. 또한 동사의 솔루션 매출은 제품 공급 및 구축까지 완료된 이후 검수확인이 가능하며, 프로젝트가 상반기에 시작되어도 매출인식은 하반기에 이루어진다.

이러한 고객 특성상, 동사 솔루션 매출은 4분기 집중되는 경향이 있으며, 비수기에는 영업적자를 기록하는 경우가 많다. 분기 실적 계절성은 주가 변동성 확대로 이어지며 이는 동사 주가의 리스크 요인이다.

다만, 솔루션 판매 증가에 따른 유지보수 매출 증가가 시작되고 있다는 점은 실적 계절성을 다소 완화시킬 수 있는 요인이다. 또한 유지보수 매출은 이익률이 높아 비수기 영업적자를 해소할 수 있어, 계절성에 따른 리스크는 점차 해소될 것으로 기대한다.

### 2 정부정책과 연동

#### 정책에 대한 불확실성은 동사 주가에 리스크 요인

망분리 규제 완화는 기존 시장 축소로 이어질 수 있다. 행정안전부는 2022년 4월 금융 클라우드 및 망분리 규제 개선방안을 통해 테스트 분야에 대한 망분리 규제를 예외적용하며 비금융업무 및 SaaS에 대한 망분리 예외조치 적용을 단계적으로 추진하는 방안을 발표했다.

이는 동사와 같은 망연계 솔루션 보안회사에 기회이자 리스크로 작용할 수 있다. 고객들의 클라우드 전환은 기존의 망연계 솔루션 매출에 부정적이나, 새로운 시장 개화에 따른 신규 매출 발생은 긍정적이기 때문이다.

다만, 국내 보안산업 특성 상, 정부정책과 연동되어 성장할 수 밖에 없으며 이는 동사와 같은 보안솔루션 업체에 수혜가 될 지 악재가 될 지 알 수 없다. 즉, 정책에 대한 불확실성은 동사 주가에 리스크 요인이 될 수 있다.

### 클라우드 규제 개선방안

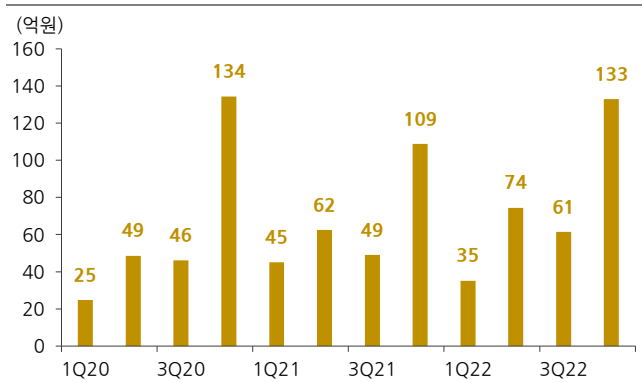
클라우드 규제 개선방안	
불명확한 업무중요도 평가기준	업무 중요도 평가를 위한 구체적 기준 및 절차 마련
중복·유사한 CSP 평가항목	중복·유사한 평가항목 정비 (평가항목을 141개에서 54개로 축소)
비중요업무도 모든 이용규제 준수 필요	중요 비중요 업무간 클라우드 이용절차 차등화
금융회사 등이 각각 CSP 평가수행	금융보안원 대표평가제 도입
SaaS의 경우 CSP 평가에 애로	SaaS에 적합한 별도 평가기준 마련
클라우드 이용시 제출 서류간 중복	"업무위탁 운영기준 보완사항" 등 제출 간소화
금융당국 사전보고	금융당국 사후보고

클라우드 규제 개선방안	
확일적·일률적 물리적 망분리 규제	개발·테스트 분야 망분리 예외
	비전자금융업무 및 SaaS에 대한 망분리 예외 추진(규제 샌드박스)
	(중장기) 단계적 망분리 완화 추진

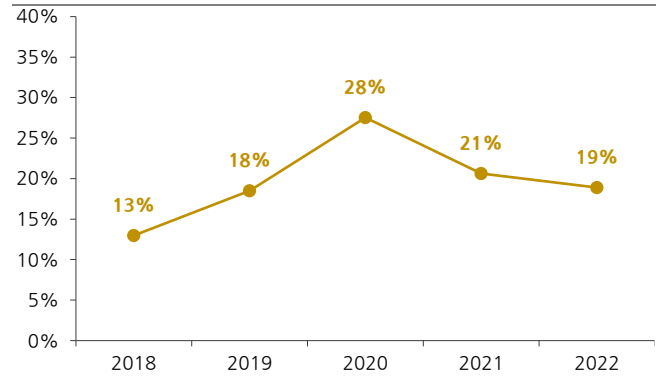
자료: 금융위원회, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 분기 매출액 추이 3년치



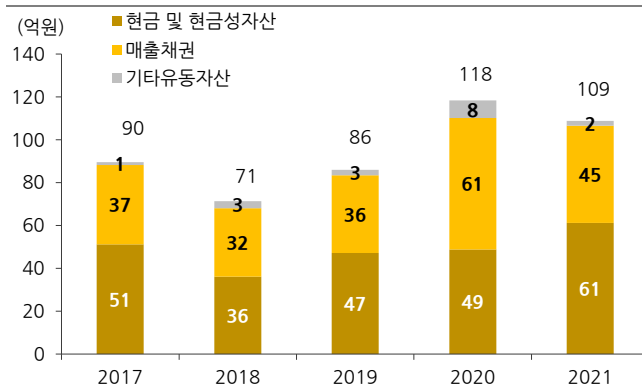
자료: 휴네시온, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 연간 부채비율 추이



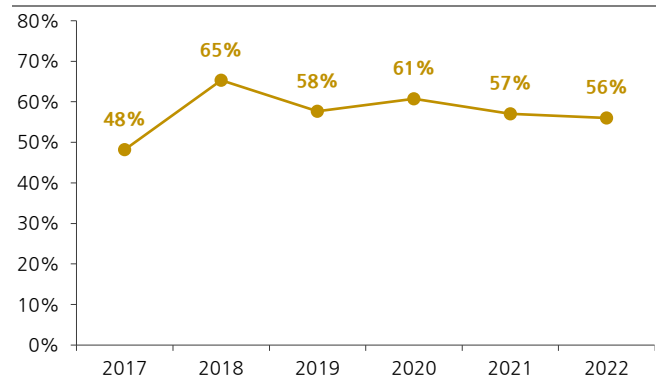
자료: 휴네시온, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 연간 현금성자산 추이



자료: 휴네시온, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 원가율 추이



자료: 휴네시온, 한국IR협의회 기업리서치센터

**포괄손익계산서**

(억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	254	265	304	350	403
증가율(%)	34.9	4.5	14.6	15.0	15.1
<b>매출원가</b>	154	151	170	196	225
매출원가율(%)	60.6	57.0	55.9	56.0	55.8
<b>매출총이익</b>	100	114	134	154	178
매출이익률(%)	39.2	43.0	44.1	44.1	44.1
<b>판매관리비</b>	72	85	100	114	132
판매비율(%)	28.3	32.1	32.9	32.6	32.8
<b>EBITDA</b>	35	38	52	55	66
EBITDA 이익률(%)	13.9	14.5	17.0	15.8	16.4
증가율(%)	48.0	9.0	34.9	6.7	19.8
<b>영업이익</b>	28	29	34	40	46
영업이익률(%)	11.0	10.8	11.2	11.5	11.3
증가율(%)	47.8	2.6	18.6	17.7	13.3
<b>영업외손익</b>	4	148	-125	2	4
금융수익	5	149	4	5	6
금융비용	0	1	129	3	2
기타영업외손익	-0	0	0	0	0
종속/관계기업관련손익	0	2	2	2	2
<b>세전계속사업이익</b>	32	178	-89	44	52
증가율(%)	85.6	453.7	적전	흑전	16.7
법인세비용	-1	30	-36	4	9
계속사업이익	33	149	-53	40	42
중단사업이익	0	0	1	0	0
<b>당기순이익</b>	33	149	-52	40	42
당기순이익률(%)	13.1	56.1	-17.1	11.4	10.5
증가율(%)	84.9	348.9	적전	흑전	6.3
지배주주지분 순이익	34	149	-52	40	42

**현금흐름표**

(억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	29	57	-35	46	57
당기순이익	33	149	-52	40	42
유형자산 상각비	7	7	16	13	19
무형자산 상각비	0	3	2	2	2
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-11	15	0	-8	-4
기타	0	-117	-1	-1	-2
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	-21	-39	95	-3	-30
투자자산의 감소(증가)	15	-10	154	-1	-4
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-6	-52	-61	-12	-18
기타	-30	23	2	10	-8
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	-7	-6	-3	-3	-4
차입금의 증가(감소)	0	0	0	1	1
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	1	0	0	0
배당금	-3	-4	-4	-4	-5
기타	-4	-3	1	0	0
<b>기타현금흐름</b>	0	0	-27	-8	-2
<b>현금의증가(감소)</b>	2	12	30	32	22
기초현금	47	49	61	91	123
기말현금	49	61	91	123	145

**재무상태표**

(억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	227	186	236	294	339
현금성자산	49	61	91	123	145
단기투자자산	97	66	74	90	100
매출채권	61	45	48	55	63
재고자산	12	12	8	10	11
기타유동자산	8	2	15	17	20
<b>비유동자산</b>	112	312	218	199	201
유형자산	10	62	107	106	105
무형자산	17	15	13	11	9
투자자산	56	214	62	65	70
기타비유동자산	29	21	36	17	17
<b>자산총계</b>	339	498	454	494	540
<b>유동부채</b>	67	62	71	78	93
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	33	13	15	21	32
기타유동부채	34	49	56	57	61
<b>비유동부채</b>	6	24	27	23	17
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	6	24	27	23	17
<b>부채총계</b>	73	85	97	102	110
지배주주지분	265	413	357	392	430
자본금	48	48	48	48	48
자본잉여금	102	102	102	102	102
자본조정 등	-3	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	118	264	208	243	281
<b>자본총계</b>	266	413	357	392	430

**주요투자지표**

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
P/E(배)	16.0	4.2	N/A	10.6	10.0
P/B(배)	2.0	1.5	1.1	1.1	1.0
P/S(배)	2.1	2.3	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	11.3	13.0	4.8	3.9	2.8
배당수익률(%)	0.7	0.6	0.9	1.1	1.1
EPS(원)	349	1,551	-541	415	441
BPS(원)	2,763	4,295	3,715	4,082	4,474
SPS(원)	2,643	2,763	3,167	3,643	4,195
DPS(원)	40	40	40	50	50
<b>수익성(%)</b>					
ROE	13.3	44.0	-13.5	10.6	10.3
ROA	10.7	35.6	-10.9	8.4	8.2
ROIC	76.2	84.6	6.3	40.1	25.2
<b>안정성(%)</b>					
유동비율	338.4	302.8	335.0	376.4	363.2
부채비율	27.5	20.6	27.2	25.9	25.7
순차입금비율	-51.4	-29.2	-44.4	-52.4	-55.1
이자보상배율	115.3	83.3	114.4	124.7	130.3
<b>활동성(%)</b>					
총자산회전율	0.8	0.6	0.6	0.7	0.8
매출채권회전율	5.2	5.0	6.5	6.8	6.8
재고자산회전율	28.6	22.1	30.1	39.1	39.1

## Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다. )